

000848.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.42

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 承德露露首次覆盖

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	46.4	(4.8)	(14.1)	40.1
相对深证成指	45.9	(7.6)	(16.6)	33.3

发行股数(百万)	1,076
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	11,216
3个月日均交易额(人民币 百万)	421
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
万向三农集团有限公司	41

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月23日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造
证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

承德露露

多项改变正在发生, 经典品牌寻求突破

作为中国植物蛋白饮料行业的开创者以及杏仁露细分品类的领军企业, 承德露露通过多项积极改变推动公司持续发展, 有望迎来业绩改善, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **植物蛋白饮料符合健康消费趋势, 行业规模持续提升。**新时代消费人群对于食品和饮品的观念发生变化, 饮食营养和健康越来越受到重视。植物蛋白饮料既具备营养价值, 又拥有多元化的口味, 需求量持续增加。2019年中国植物蛋白饮料产量达到88亿升, 2014-2019年复合增长率超过9%, 行业规模持续提升。
- **承德露露是植物蛋白饮料经典品牌, 在新任管理层的带领下做出多项改变, 整体向好发展。**公司是生产植物蛋白饮料龙头企业, 是国内最大杏仁露生产厂家, 拥有良好的口碑和较强品牌力, 同时公司经营状况良好, 盈利能力持续提升, 基本面稳健。近几年, 公司经历多次高管变动, 新任管理层做出多项改变, 力争在产品、品牌、营销、渠道、管理等方面实现全面提升, 带动业绩改善。**(1) 产品方面,**公司针对不同消费群体推出了多样化的产品, 在包装、配方、定价等方面有所区分。2021年公司加强研发投入力度, 1H21研发投入同比增长98%。未来公司将推出针对年轻消费者个性化需求的产品, 进一步研究无糖、降脂、低热量、复合型高蛋白等符合健康理念的产品。**(2) 营销推广方面,**公司针对年轻一代消费者进行了全方位、多层次的营销活动, 通过广告投放、赛事赞助、直播带货等形式, 增强与消费者的互动, 提升品牌形象。1H21公司广告宣传费同比增加45.4%。**(3) 渠道方面,**公司对现有市场精耕细作, 提升渠道渗透率和终端市场覆盖率, 同时不断加强线上渠道的建设力度, 积累线上粉丝, 从而进一步提高线上销量。2020年公司线上销售额接近3300万元, 同比增长34.2%。**(4) 销售区域拓展方面,**南方市场空白区域大, 公司将逐步启动南方地区的布局和招商工作, 并加大产品研发力度, 力争实现突破。**(5) 人才队伍建设方面,**公司管已完成股份回购工作, 将配合股权激励计划引进具备丰富经验和专业知识的中高端人才, 提升公司管理水平。

估值与投资评级

- 公司是中国植物蛋白饮料行业的开创者以及杏仁露细分品类的领军企业, 拥有良好的口碑和较强品牌力。近年来公司进行多项积极改革, 我们看好公司业绩走向上升轨道, 预测公司21-23年每股收益为0.51、0.63、0.78元, 同比+25.9%、25.0%、24.0%。我们认为目前公司估值处在合理区间, 首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 新品开发不及预期; 市场拓展不及预期; 疫情影响超预期; 商标官司的不确定性。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,255	1,861	2,439	2,957	3,570
变动(%)	6	(18)	31	21	21
净利润(人民币 百万)	465	432	544	680	843
全面摊薄每股收益(人民币)	0.432	0.402	0.505	0.632	0.783
变动(%)	12.5	(7.0)	25.9	25.0	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	24.1	26.0	20.6	16.5	13.3
价格/每股现金流量(倍)	16.6	29.6	7.5	451.1	6.3
每股现金流量(人民币)	0.63	0.35	1.40	0.02	1.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	19.4	15.7	12.4	10.1
每股股息(人民币)	0.364	0.182	0.229	0.286	0.355
股息率(%)	3.5	1.7	2.2	2.7	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

植物蛋白饮料经典品牌，积极改变有望带来业绩改善	5
杏仁露市场龙头企业，品牌形象深入人心	5
公司业绩稳健，新管理层带来积极改变	5
万向系控股，高分红与股份回购计划推动员工、股东与公司共同发展	6
植物蛋白饮料行业规模持续提升，国际龙头入局再掀热潮	8
植物蛋白饮料符合健康消费趋势，行业规模持续提升	8
国际龙头入局，植物蛋白饮料再迎关注热潮	9
拓宽产品矩阵，加强营销宣传，优化渠道布局	10
聚焦杏仁露系列，推出多样化的产品瞄准不同细分消费群体	10
扩充产品矩阵，创造新的业绩增长点	11
营销层面多措并举，增强与消费者互动，提升品牌形象	12
现有市场深耕细作+新渠道拓展，实现销售渠道全覆盖	15
南方地区空白市场机会大，从产品和渠道入手，力争打开南方市场	15
盈利能力持续提升，毛利率领先同业	18
费用率整体保持稳定，盈利能力持续提升	18
可比公司对比：承德露露毛利率领先，净利率仍有提升空间	18
盈利预测与投资评级	19
关键假设	19
估值与评级	19
风险提示	20

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 承德露露发展历程.....	5
图表 2. 2010-3Q21 承德露露营业收入.....	6
图表 3. 2010-3Q21 承德露露归母净利.....	6
图表 4. 承德露露股权结构.....	7
图表 5. 承德露露近三年现金分红比例较高.....	7
图表 6. 中国植物蛋白饮料产量逐年提升.....	8
图表 7. 植物蛋白饮料各细分品类代表性产品.....	9
图表 8. 国际市场中植物蛋白饮料代表性产品.....	9
图表 9. 公司杏仁露系列产品收入占比高达 99%.....	10
图表 10. 新包装、新配方产品瞄准细分消费群体.....	10
图表 11. 各具特色的产品外包装给消费者带来不同的视觉体验.....	11
图表 12. 公司新品果仁核桃露.....	12
图表 13. 果仁核桃露收入规模和占比快速提升.....	12
图表 14. 公司研发投入及研发费用率情况.....	12
图表 15. 投放电视大屏广告.....	13
图表 16. 露露直播首秀.....	13
图表 17. 赞助河南优放音乐节.....	13
图表 18. 赞助北京马拉松赛事.....	13
图表 19. 遇见“杏”福 5·20 主题公关促销活动.....	14
图表 20. 露露儿童节主题活动.....	14
图表 21. 1H21 公司广告宣传费同比增长 45.4%.....	14
图表 22. 公司线下销售模式以经销模式为主.....	15
图表 23. 加大线上渠道建设力度，销量有望持续提升.....	15
图表 24. 公司超过 90% 的营业收入来自北部地区.....	16
图表 25. 北部地区经销商数量占比最高.....	16
图表 26. 2020 年公司各区域收入占比.....	16
图表 27. 南北露露之争结局未定.....	17
图表 28. 2021-3Q21 费用率变化情况.....	18
图表 29. 2021-3Q21 利润率变化情况.....	18
图表 30. 2013-3Q21 承德露露与可比公司毛利率对比.....	18

图表 31. 2013-3Q21 承德露露与可比公司净利率对比	18
图表 32. 承德露露收入预测表.....	19
图表 33. 可比公司估值表 (亿、倍)	19

植物蛋白饮料经典品牌，积极改变有望带来业绩改善

杏仁露市场龙头企业，品牌形象深入人心

河北承德露露股份有限公司的前身是承德市罐头食品厂，创立于1950年。公司于1975年推出首款杏仁露产品，并于1997年11月13日在深圳证券交易所上市挂牌交易。

承德露露是植物蛋白饮料龙头企业，是国内最大杏仁露生产厂家，拥有良好的口碑和较强的品牌力。公司创立于1950年，拥有悠久的历史，曾先后获得“农业产业化国家重点龙头企业”、“河北省支柱企业”、“中国饮料工业十强企业”等荣誉称号，入选中国最具价值品牌500强。

公司深耕杏仁露产品，杏仁露以纯天然、无污染的北纬43°野山杏仁为原料，采用独特的工艺制成，凭借经典的口味和形象发展成为饮料行业的知名品牌，在消费者心中塑造了深刻的印象。公司以营养、健康、绿色为发展方向，旗下形成了热饮款杏仁露、原味杏仁露、无糖杏仁露、小露露杏仁露、果仁核桃露等多个系列的植物蛋白饮料。

图表 1. 承德露露发展历程

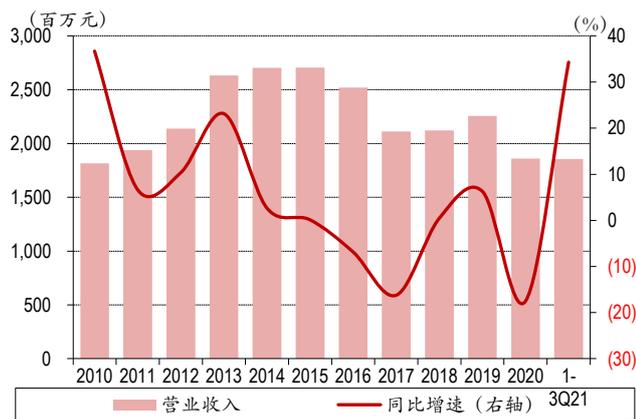
时间	事件
1950年	露露股份的前身承德市罐头食品厂成立。
1975年	露露股份开发出世界首款植物蛋白饮料——杏仁露。
1990年	露露杏仁露完成专利注册。
1991年	承德市罐头食品厂全面放弃罐头生产和出口业务，正式向全国市场推出杏仁露。
1997年	河北承德露露股份有限公司在深交所成功上市，9月被国家卫生部正式批准为保健食品。
1998年	10月由中国绿色食品发展中心批准为绿色食品。
1999年	国家工商局商标局认定“露露”商标为中国驰名商标。
2001年	万向集团下属的深圳市万向投资有限公司与露露集团签订了《股份转让协议书》。根据协议，露露集团将其持有的承德露露国家股6740.5万股(占总股本26%)转让给万向投资。股权转让后，万向投资持有承德露露26%的股份，成为承德露露第二大股东。
2006年	露露股份技术中心被评为省级技术中心，拥有专利51项(含发明专利3项)，商标159项(含国际商标15项)；经过国企改革，承德露露定向回购并注销了露露集团持有的全部国家股121,014,000股(占原总股本的38.90%)。万向集团(国内五百强企业)持有公司42.55%股份，成为公司第一大股东。
2007年	公司以3.01亿元购买原露露集团的商标、专利等无形资产，具体包括“露露”商标共127件，专利73项，各类域名共74项，企业及商品条形码205种，于2008年3月10日在国家工商总局商标局办理完成转让过户的全部手续。
2008年	由露露股份起草，并实施的杏仁露行业标准，通过色谱分析对杏仁脂肪特异性(棕榈烯酸)检测，从标准上解决了非法添加其它蛋白的问题。
2012年	全资子公司郑州露露饮料有限公司投产。
2014年	露露股份起草的杏仁露标准确定为国家标准(即：GB/T 31324-2014植物蛋白饮料杏仁露)，于12月5日发布，并于2015年12月1日实施。
2018年	露露推出浓情款露露杏仁露，主打时尚、高端、理性、追求品质生活的城市年轻白领人群，旨在用好的营养载体和热饮更健康的理念，满足消费者对品质健康生活的追求。

资料来源：公司官网，中银证券

公司业绩稳健，新管理层带来积极改变

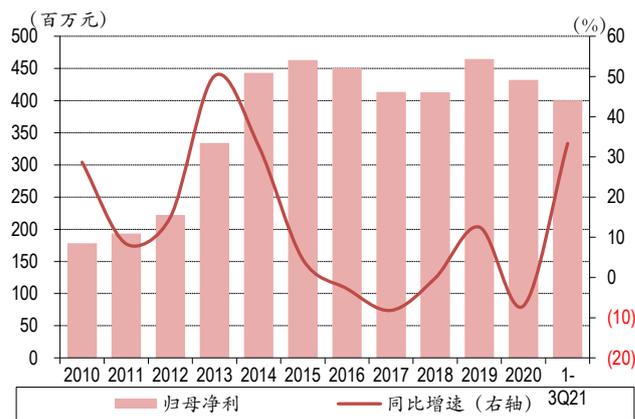
公司业绩稳健，2021年有所提升。1997年上市后，公司业绩稳健发展，营收于2015年达到了27.1亿元的顶峰，随后几年稳定在21亿元以上，归母净利润则稳定在4.1-4.6亿元左右。2020年疫情对公司造成负面冲击，营收同比-17.5%，归母净利润同比-7.0%。2021年疫情减弱叠加低基数影响，公司前三季度营收和归母净利润分别同比+34.3%和+33.4%。

图表 2. 2010-3Q21 承德露露营业收入



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2010-3Q21 承德露露归母净利润



资料来源：万得，中银证券

近年来公司管理层多次发生变动，对公司业绩造成负面影响。2018年4月，公司原董事长管大源辞去董事长职务，时任公司副董事长鲁永明接任，但任期内公司业绩未见较大起色，2016年公司的营收和净利润分别为25.21亿元和4.56亿元，2018年公司的营收和净利润下滑至21.22亿元和4.13亿元。2019年10月鲁永明因个人原因辞去公司董事长、总经理职务，时任董事梁启朝接任董事长。频繁的管理层变动耗费了公司的精力，也耽误了一些战机，对公司业绩造成负面影响。2021年3月，沈志军接任董事长一职，与梁启朝组成了公司最新一届管理层。

新任管理层做出多项改变，带动公司业绩向好发展。新任管理层积极招揽快消品行业中高端专业人才，推动公司在市场、营销、产品和管理改革齐头并进，并定下了32亿元的营收目标。2021年公司逐渐从疫情的影响中恢复，前三季度实现营收18.5亿元，同比+34.3%；归母公司净利润4.0亿元，同比+33.4%，接近去年全年水平。虽然目前看来，公司距离全年实现32亿元的营收目标仍有差距，但我们认为公司经历多项调整后基本面向好发展，未来增长潜力大，明后年有望延续业绩快速增长势头，向32亿元的营收目标发起有力冲击。

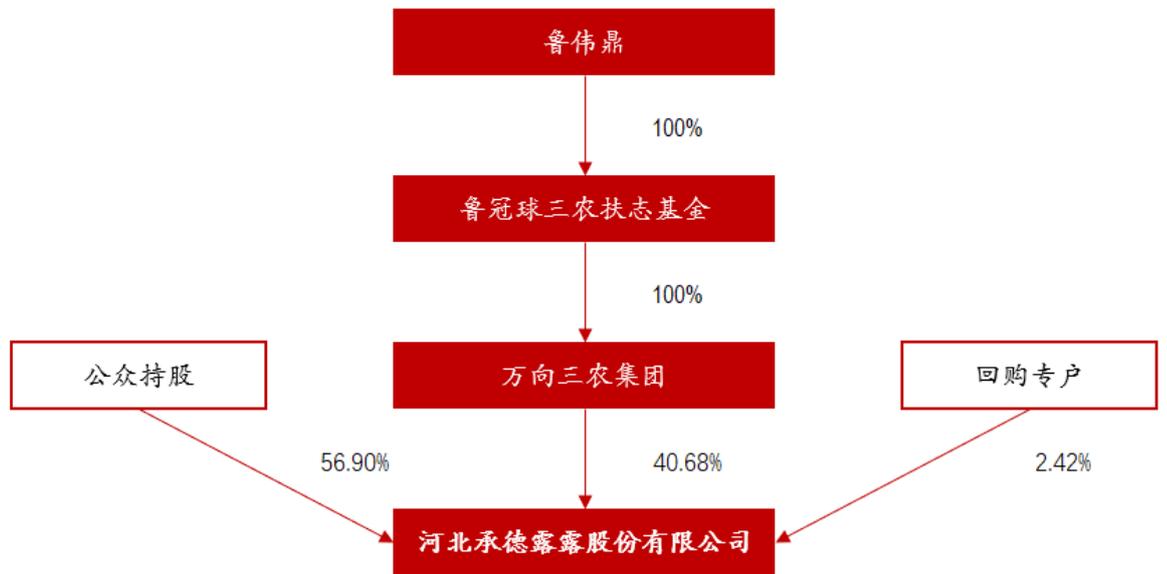
公司近年来做出的调整与改变如下：

- 市场方面：不断完善销售渠道，老市场深耕细作的同时开发新市场。公司瞄准人均消费水平高的南方市场，计划在2022年完成招商及招收当地业务员的全部工作，2023年形成一套完整的营销队伍体系，并在当地建立系统的销售网络。
- 产品方面：2020年公司重新恢复果仁核桃露的生产，增加产品线，丰富产品品项，满足不同口感和消费需求的人群。2021年公司继续完善研发团队建设，加强研发投入力度，开发新产品，1H21研发投入突破1000万元，同比增长98%。在未来的产品策略上，公司将推出针对年轻消费者个性化需求的产品，进一步研究无糖、降脂、低热量、复合型高蛋白等符合健康理念的产品。
- 营销方面：近年来，公司开始探索网络直播、赛事赞助等新型的营销模式，积极地向消费者传达公司的产品理念。同时加大线下营销活动举办频次，提升品牌曝光度、拉近与消费者的距离。
- 管理方面：2020年起进行股份回购，计划推行股权激励计划以增强员工积极性和凝聚力，同时引进具备丰富经验和专业知识的中高端人才，构建公司未来发展所需的人才队伍。

万向系控股，高分红与股份回购计划推动员工、股东与公司共同发展

万向系股东控股多年，鲁伟鼎为实际控制人。2006年，公司定向回购并注销当时第一大股东露露集团有限责任公司持有的本公司全部国家股121,014,000股。定向回购后，万向三农有限公司持有公司42.55%的股份，成为公司的第一大股东即控股股东。2018年公司原实际控制人鲁冠球之子鲁伟鼎继承鲁冠球名下的公司控股股东万向三农集团有限公司95%的股权，成为公司实际控制人。截至2021年3季报披露日期，公司控股股东万向三农集团持有公司股份437,931,866股，占公司总股本的40.68%。

图表 4. 承德露露股权结构



资料来源：万得，中银证券

计划推出股权激励计划，调动核心员工积极性。为建立员工、股东与公司共同发展的长效机制，2020年5月公司审议通过了《关于回购部分社会公众股份方案的议案》，回购股票用于后续员工持股计划或股权激励。根据公司公告，公司的实际回购区间为2020年6月22日至2021年4月12日，通过股份回购专用证券账户，以集中竞价交易方式累计回购公司股份2600万股，占公司总股本的2.42%，最高成交价为7.99元/股，最低成交价为6.13元/股，支付总金额1.7亿元。公司将回购的股票用于员工持股计划或股权激励，一方面可以增强员工凝聚力，稳定核心员工，优化公司治理结构；另一方面，也可以吸引和留住优秀人才，为集团的发展注入新活力。

高比例现金分红，基本面稳健、注重投资者回报。公司现金分红比例较高，2018-2020年现金分红总额分别达到3.91、1.96和2.73亿元，现金分红比例分别为94.8%、42.1%和63.2%，平均值超过65%，高于行业平均水平。高比例的现金分红一方面体现了公司较为良好的现金流以及稳健的基本面，另一方面体现了公司注重投资者回报，有助于获得投资者支持。

图表 5. 承德露露近三年现金分红比例较高

分红年度	现金分红总额 (亿元)	现金分红比率 (%)	每 10 股现金红利 (元)
2018	3.91	94.76	4
2019	1.96	42.10	2
2020	2.73	63.19	2.6

资料来源：公司年报，中银证券

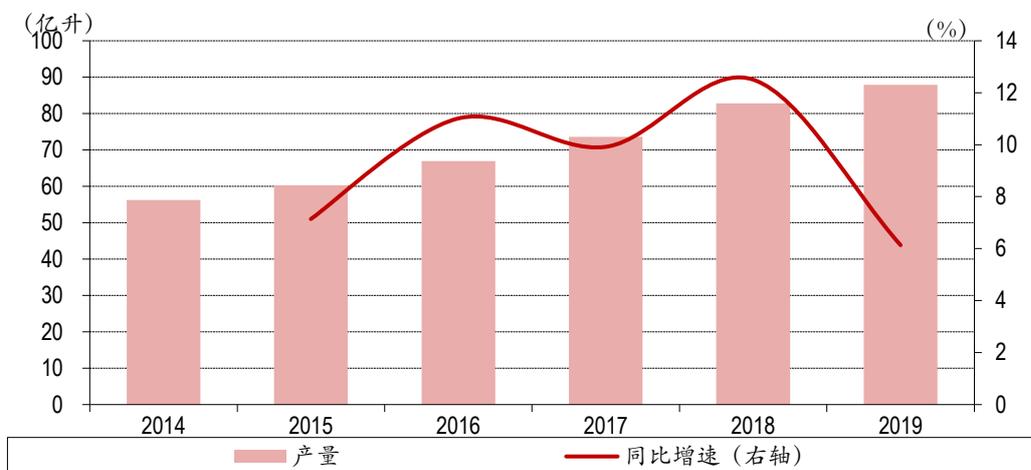
植物蛋白饮料行业规模持续提升，国际龙头入局再掀热潮

植物蛋白饮料符合健康消费趋势，行业规模持续提升

植物蛋白饮料种类丰富，营养健康。根据国家《植物蛋白饮料卫生标准》（标准号 GB 16322-2003），植物蛋白饮料指的是以植物果仁、果肉及大豆为原料（如大豆、花生、杏仁、核桃仁、椰子等），经加工、调配后，再经高压杀菌或无菌包装制得的乳状饮料。根据所使用主要原料的不同，又可分为豆乳类饮料、椰子乳（汁）饮料、杏仁乳（露）饮料以及其他植物蛋白饮料（以核桃、花生、南瓜子、葵花子等为原料）。植物蛋白饮料拥有低胆固醇、低脂肪、蛋白质含量较高等特点，此外还不含乳糖，不会引起“乳糖不耐受症”，更利于人体消化吸收，也因此受到了特定人群的喜爱。

植物蛋白饮料符合健康消费趋势，行业规模持续提升。根据中粮营养健康研究院发布的《2021 中国食品消费趋势白皮书》，新时代消费人群对于食品和饮品的观念发生变化，饮食营养和健康越来越受到重视。植物蛋白饮料既具备营养价值，又拥有多元化的口味，为消费者提供了更多营养均衡的选择，也因此需求量持续增加。根据公司年报，2014 年中国植物蛋白饮料产量为 56.26 亿升；2019 年达到 87.84 亿升，2014-2019 年复合增长率超过 9%。从行业发展角度来看，我们认为一方面人们健康意识提升，健康化产品理念逐渐深入人心，另一方面中国乳糖不耐受人群庞大，未来植物蛋白饮料发展空间依旧广阔。

图表 6. 中国植物蛋白饮料产量逐年提升



资料来源：公司年报，中银证券

龙头企业凭借先发优势占领细分市场，领先优势相对明显。中国植物蛋白饮料市场主要包括豆乳饮品、椰汁饮品、杏仁露饮品、核桃乳饮品以及其他蛋白饮料。在各细分市场赛道中，龙头企业凭借先发优势地位稳固，竞争格局相对稳定。承德露露的杏仁露、养元饮品的六个核桃、椰树集团的椰树椰汁、维他奶的维他奶、银鹭食品的花生牛奶在各自细分品类中均占据较大市场份额，龙头企业领先优势相对明显。

图表 7. 植物蛋白饮料各细分品类代表性产品

品类	杏仁露	核桃乳	椰汁	豆乳/豆奶	花生奶
公司	承德露露 露露杏仁露	养元饮品 六个核桃	椰树集团 椰树椰汁	维他奶 维他奶	银鹭食品 银鹭花生牛奶
产品					

资料来源：公司官网，京东，中银证券

国际龙头入局，植物蛋白饮料再迎关注热潮

近年来植物蛋白饮料在欧美市场广受欢迎。伴随着素食主义的兴起和对健康饮食的追求不断加深，欧美消费者在选购乳制品时对植物基饮品的青睐持续提升。尼尔森数据显示，2018 年植物奶已抢占美国 15% 的奶制品市场，体量达到 16 亿美元。而根据国外媒体 Empirics 报道，英国植物奶年复合增速达到 30%，三分之一的英国家庭会选择购买植物奶。植物奶赛道中，也诞生了燕麦奶的 Oatly、豆奶的 Alpro、杏仁奶的 Almond Breeze 和 Silk 等龙头公司。

图表 8. 国际市场中植物蛋白饮料代表性产品



资料来源：bing 搜索，中银证券

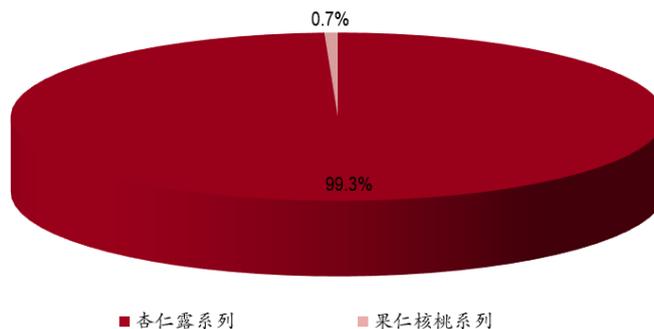
Oatly 等国际龙头进入中国，带动植物蛋白饮料关注度提升。2018 年，国际燕麦奶巨头 Oatly 正式进入中国市场，并与星巴克、肯德基、麦当劳等众多连锁咖啡企业达成合作，共赢以燕麦奶为配料的燕麦拿铁咖啡。燕麦奶与咖啡相得益彰，为消费者带来了全新的口感和体验，也使得以燕麦奶为代表的植物蛋白饮品关注度再度提升。我们认为，中国植物蛋白饮料经过多年的发展，已经形成了稳定的根基，国际龙头的入局为行业带来了更高的关注度，未来植物蛋白饮料的消费场景和消费习惯有望得到进一步的提升。

拓宽产品矩阵，加强营销宣传，优化渠道布局

聚焦杏仁露系列，推出多样化的产品瞄准不同细分消费群体

目前公司的产品包括杏仁露系列产品和果仁核桃系列饮品，其中杏仁露系列产品为主导。2020 年公司营业收入为 18.59 亿元，其中杏仁露产品营业收入达 18.47 亿元，占比高达 99.3%。在杏仁露系列的产品中，起支撑作用的是最初研发的首款产品——经典款“露露”杏仁露。“露露”杏仁露是以纯天然、无污染的北纬 43°野山杏仁为原料，采用独特的研磨工艺、专利技术精制而成，具有美容养颜、润肺止咳、润肠通便、调节血脂等功效，是营养、健康、绿色的植物蛋白饮品。经过多年的发展，目前公司拥有经典款露露杏仁露、无糖款露露杏仁露、浓情款露露杏仁露、小露露杏仁露等多个系列的植物蛋白饮料，形成了以杏仁露为主、其他植物蛋白饮料为辅的产品序列。

图表 9. 公司杏仁露系列产品收入占比高达 99%



资料来源：公司年报，中银证券

公司针对不同细分消费群体推出了多样化产品，在配方、规格、定价上有所区分。经典款的露露杏仁露采取传统配方，保持了一贯的经典口味，老少皆宜，定价 4 元/罐；无糖款露露杏仁露则是针对对糖分摄入有特殊要求的人群而设计，添加了木糖醇、低聚糖等益生因子，定价约 4 元/罐；浓情款露露杏仁露适合加热饮用，相比经典款蛋白质含量更高、含糖量更低，适合时尚、高端、理性、追求品质生活的城市年轻白领人群，定价为 5 元/罐；而小露露杏仁露专门为儿童设计了 145ml 的小包装，主打高营养植物蛋白，每罐折合 4-5 元。

图表 10. 新包装、新配方产品瞄准细分消费群体

	经典款露露杏仁露	无糖款露露杏仁露	浓情款露露杏仁露	迷你款露露杏仁露
产品规格	240ml×20 罐/箱	240ml×24 罐/箱	240ml×24 罐/箱	145ml×12 罐/箱
目标人群	各类人群	针对对糖分摄入有特殊要求的人群	时尚、高端、理性、追求品质生活的城市年轻白领人群	6-18 岁少年儿童
产品卖点	消费者心目当中家喻户晓的高端植物蛋白饮品，采用特有的石磨研磨工艺精制而成，入口香浓丝滑更好喝	更低热量的木糖醇代替白砂糖，保证味道好喝的前提下，实现了热量降低 40%，不影响血糖，不伤害牙齿	野山杏仁用量增加，蛋白质含量提升 16.7%，含糖量下降 10%，工艺调整更加适合热饮，杏仁醇香更好喝	为匹配儿童成长发育对优质蛋白的需要，植物蛋白含量 ≥1.2g/100ml，单罐野山杏仁用量最多，喝起来更醇厚
产品原料	精选北纬 43°野山杏仁	精选北纬 43°野山杏仁	精选北纬 43°野山杏仁	精选北纬 43°野山杏仁
价格	80 元/箱	97 元/箱	120 元/箱	45-60 元/箱

资料来源：公司官网，公司京东店铺，中银证券

此外，各款杏仁露在包装上也有所区分，给消费者带来不同的视觉体验。目前公司杏仁露的包装均采用铁罐包装，铁罐装可以保证真空且隔光，从而在保证口感的同时也提高了产品的品质。此外，对于不同的产品，公司在外包装上有所区分，以吸引消费者眼球。经典款露露包装以蓝色色调为主，瓶身上代言人许晴的形象也成为了一代又一代消费者的经典记忆。2016年推出的无糖款露露沿袭了露露一贯的蓝色包装，并在醒目位置突出“无糖”的特色。同年推出的小露露杏仁露现有产品的蓝色包装不同，采用更加清新的淡绿和米白色作为主色调，并添加可爱的动物图案，颇有一丝童趣。2018年公司推出的新品浓情款露露以纯白色的露露饮品本身和一个放大的杏仁作为主元素，看上去干净简洁，符合年轻白领的审美。

图表 11. 各具特色的产品外包装给消费者带来不同的视觉体验



资料来源：公司官网，中银证券

扩充产品矩阵，创造新的业绩增长点

2020年公司重新恢复果仁核桃露的生产，销售规模快速扩大。传统的露露杏仁露采用山杏仁制成，拥有杏仁特殊的淡苦味，南方消费者由于饮食习惯的原因，对这种味道接受度不高，这也是导致露露在南方销量较低的原因之一。果仁核桃露以花生仁、核桃仁和山杏仁为主料，打造了“三仁合一、营养均衡”的理念，口味更加柔和，口味适应性优于杏仁露，为消费者带来了新选择。1H21果仁核桃系列产品营收为2100万元，同比增长624%，营收占比由去年的0.29%增加到1.54%，虽然占比依旧很小，但向市场传递了公司努力改变单一的产品结构的积极信号。

我们认为，公司作为植物蛋白饮品的经典品牌和领军企业之一，拥有良好的品牌形象和口碑，果仁核桃露同属植物蛋白饮品，与经典款杏仁露有相似性，可借助公司的品牌基础而获得消费者的认可，有望帮助公司实现更广泛的消费者覆盖。

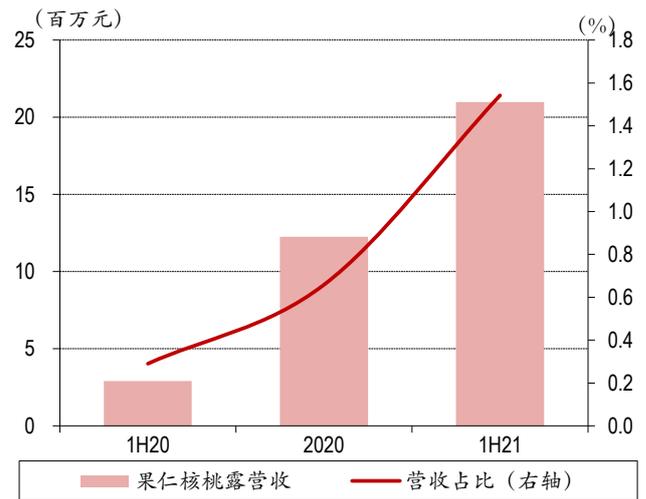
据公司公告，公司未来产品的核心是健康化、高端化、年轻化，通过技术赋能，推动市场规模的扩大。现如今，消费者对健康的认知度和要求提升已成趋势，公司遵循以消费者为中心的产品定位，除代糖外，进一步研究无糖、降脂、低热量、复合型高蛋白等符合健康理念的产品。此外，公司计划在原有产品的基础上，布局年轻消费者，推出针对年轻消费者个性化需求的产品，通过这个消费群体去渗透其他年龄段消费者，为公司带来新的业绩增长点。

图表 12. 公司新品果仁核桃露



资料来源：万得，中银证券

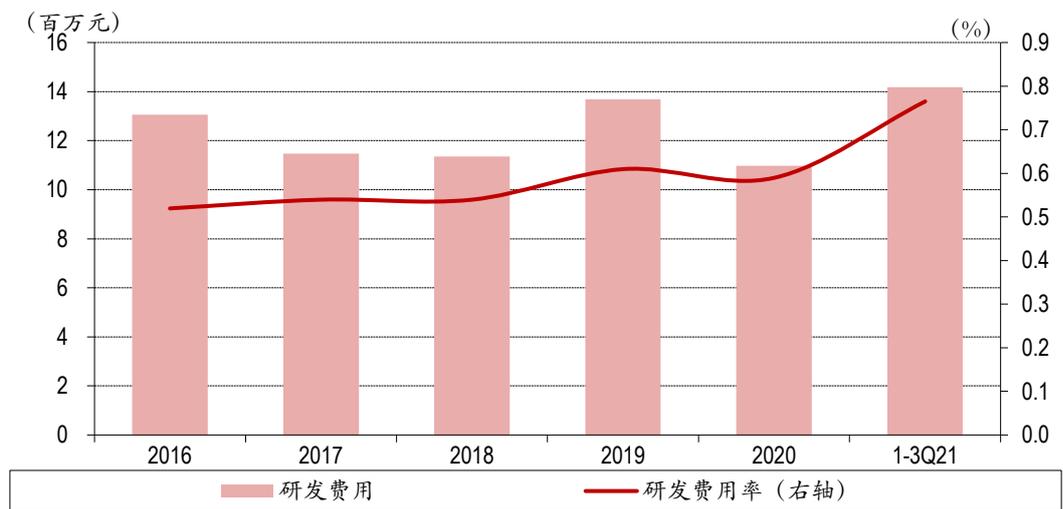
图表 13. 果仁核桃露收入规模和占比快速提升



资料来源：万得，中银证券

2021 年公司加强研发投入力度，研发费用大幅提升。公司针对消费趋势进行品类创新和升级，2021 年加大研发投入，用于产品改良和新品试制。2021 年前三季度研发投入超过 1400 万元，同比增长 102%，超过去年全年水平。1-3Q21 研发费用率为 0.77%，较往年水平有明显提升。

图表 14. 公司研发投入及研发费用率情况



资料来源：万得，中银证券

营销层面多措并举，增强与消费者互动，提升品牌形象

公司在线上进行了多维度、多种形式的营销宣传，增强与消费者的互动。露露作为成立多年的经典品牌，拥有较强的品牌基础，但随着消费者的更迭，公司也面临着品牌形象老化的挑战，一方面年轻消费者对公司产品接触较少，对公司的品牌认知度不强，另一方面年轻消费者进行娱乐和获取信息的形式发生改变，传统的营销手段难以非常有效地触达终端消费者。为了应对挑战，公司近年来在营销层面多措并举，通过有奖促销、赛事赞助、电视广告投放、线上直播、线下互动等多种形式进行营销推广，增强了与消费者的互动，有效提升了品牌形象。

- **布局电视大屏广告，强化传播效果。**近年来，随着智能电视的兴起，电视大屏（开屏）广告呈现高速增长趋势。电视大屏广告具有强制观看的特点，且居家看电视的场景与露露的消费场景相契合，同时大屏广告内容更加醒目、观看效果佳，有助于强化传播效果。公司于2020年登录电视大屏媒体，在13省的上百个城市重点布局，抢占市场。
- **跟随趋势发展，开启线上直播。**2020年5月，露露亮相云上2020年中国品牌日活动，并上演直播首秀。在直播间内，主播向粉丝介绍品牌和企业的历史，讲述了第一罐露露杏仁露诞生的故事，使得露露的品牌形象更深入人心。此后，公司加强了在抖音、快手等社交电商平台的运营，并将直播常态化、丰富化，为消费者送去了直播“福利”，拉近了与消费者的距离。

图表 15. 投放电视大屏广告



资料来源：公司官网，中银证券

图表 16. 露露直播首秀



资料来源：公司官网，中银证券

- **赞助大型赛事与活动，提升品牌知名度和曝光度。**除了在传统渠道投放广告外，公司加大了对大型赛事和活动的赞助力度。大型赛事与活动参与人数多，能吸引到大量关注，此外大型赛事和活动的参与者多为年轻客群，拥有强烈的消费欲望和较高的消费能力，通过赞助大型赛事和活动，公司可以提升知名度和曝光度，从而促进销量的提升。2018年，露露赞助了河南优放音乐节，借势推广热饮露露，为品牌注入年轻活力元素。2019年，露露成为了2019-2021年北京马拉松赛事的合作伙伴和官方指定植物蛋白饮料，为参赛者提供热饮款露露杏仁露，倡导运动与健康饮食相配合，带来健康、美好的生活，持续提升品牌曝光度和影响力。

图表 17. 赞助河南优放音乐节



资料来源：公司官网，中银证券

图表 18. 赞助北京马拉松赛事



资料来源：公司官网，中银证券

- 借力特殊节日、精确瞄准目标群体，实现有效互动。(1) 借力“520”，瞄准情侣客户群体。2021年5月20日，承德露露陕西大区西安办事处在西安当地电影院开展遇见“杏”福5·20主题公关促销活动。在活动当日，情侣凭活动影院电影票购买露露杏仁露，将会获得承德露露提供限量玫瑰花一支。5月20日在年轻情侣中颇有纪念意义，而电影院又是年轻情侣光顾概率较大的场所，公司在5月20日当日的促销活动具有较强针对性，与目标客户群体形成了有效互动。(2) 六一儿童节多地举办多场主题活动。2021年六一儿童节前后，公司于张家口、西安、定西等地举办了多场儿童节主题活动，与孩子们及家长们展开了互动，并赠送了露露产品，提升了品牌曝光度，也在下一代消费者心中留下印象。

图表 19. 遇见“杏”福 5·20 主题公关促销活动



资料来源：公司官网，中银证券

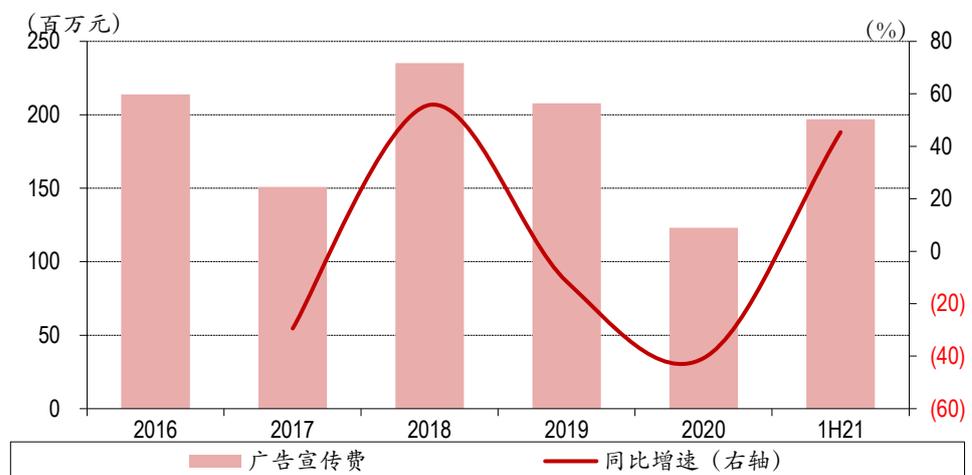
图表 20. 露露儿童节主题活动



资料来源：公司官网，中银证券

营销推广力度增加，广告投放费用提升。1H21 公司广告宣传费达到 1.96 亿元，同比增加 45.4%，广告投放形式注重实际，包括综艺媒体、户外大牌、公交车体、宣传物料、终端包装等。未来公司会继续增加新媒体广告方面的投入，利用新媒体进行品牌强势运营传播，增加品牌曝光度。我们认为，公司在营销推广方面做出积极改变，不断尝试营销新形式、增加营销活动频次，有助于拉近与年轻消费者的距离、提升品牌形象。

图表 21. 1H21 公司广告宣传费同比增长 45.4%



资料来源：万得，中银证券

现有市场深耕细作+新渠道拓展，实现销售渠道全覆盖

公司目前主要以线下销售渠道为主，经销模式营收占比超过 99%。公司现有的销售渠道主要包括：餐饮渠道、现代渠道（商超卖场等）、传统渠道、宴会、团购、线上渠道等。线下主要是以经销的模式为主，针对一些地方性的大型卖场以直销模式销售；线上销售渠道设有专门的线上运营部门，销售平台包括：京东、天猫、拼多多等。经销模式是主要的销售模式，营收占比超过 99%。

图表 22. 公司线下销售模式以经销模式为主

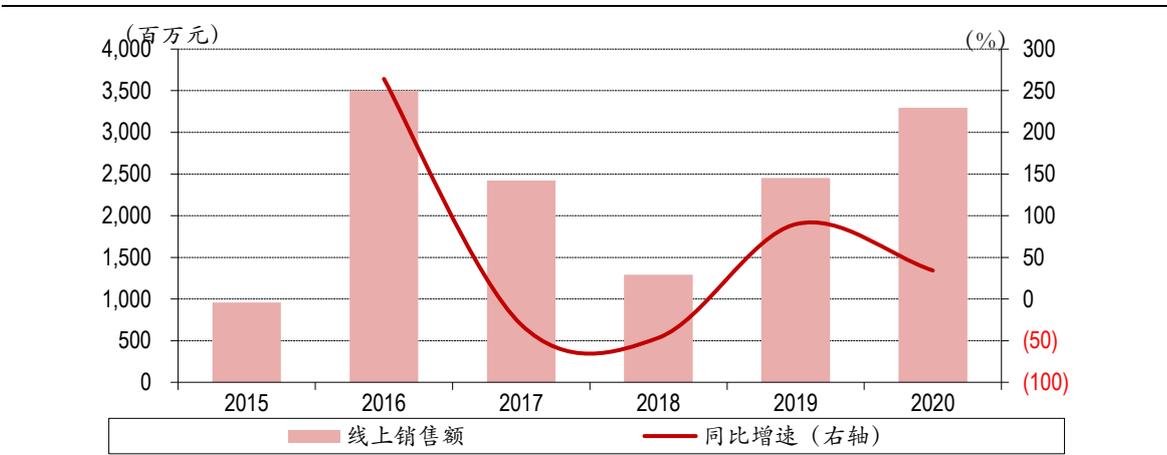
销售模式	2019 年		2020 年	
	营业收入 (百万)	占比 (%)	营业收入 (百万)	占比 (%)
直销	8	0.4	6	0.3
经销	2244	99.6	1853	99.7
合计	2253	100.0	1859	100.0

资料来源：公司年报，中银证券

公司通过现有市场深耕细作和新渠道拓展的方式实现销售渠道全覆盖，从而带动销售提升。

- **现有市场深耕细作，提升渠道渗透率和终端市场覆盖率。**在现有的市场中，公司在传统渠道渗透情况已经比较完善，公司通过开发空白点来提升终端渠道的覆盖率，包括餐饮、校园、宴会、车站等渠道，努力打造形象店、标杆店。1H21 经销商数量增加 35 个达到 561 个，新开发餐饮空白点达 92,300 家，高铁终端 888 家。目前，公司产品已走进北京、哈尔滨、石家庄、太原等 30 多个城市高铁站的近 200 家高铁超市，终端覆盖率不断提升。此外，公司将提升营销队伍素质和执行力，优化经销商队伍，增加分销商，提高铺市率，做好渠道维护和拓展工作。
- **新兴渠道拓展，紧跟当下消费潮流。**随着互联网的发展，网上购物已成为一种潮流，公司针对线上销售设立了专门的线上运营部门，销售平台包括：京东、天猫、拼多多等。公司依托天猫、京东、拼多多等平台，销售杏仁露系列、果仁核桃系列产品，并通过直播传达公司文化、产品理念、品牌形象。据万得数据统计，2020 年公司线上电商平台的销售额接近 3300 万元，同比增长 34.2%。公司将不断加强线上渠道的建设力度，提升各平台占有率，积累线上粉丝，从而进一步提高线上销量。

图表 23. 加大线上渠道建设力度，销量有望持续提升



资料来源：万得，中银证券

南方地区空白市场机会大，从产品和渠道入手，力争打开南方市场

公司的销售区域主要分为北部地区、中部地区以及其他地区，北部地区收入占比高，南方市场空白区域较大。从 2020 年年报来看，公司超 90% 的收入都来自于北部地区，而中部地区和其他地区占比较小。经销商的分布情况也是如此，2020 年北部地区经销商数量为 422 个，占总经销商数量的 80.2%。

图表 24. 公司超过 90%的营业收入来自北部地区

地区	2019 年		2020 年	
	营业收入 (亿元)	营收占比 (%)	营业收入 (亿元)	营收占比 (%)
北部地区	20.6	91.3	17.1	91.9
中部地区	1.3	5.8	1.1	5.8
其他地区	0.7	2.9	0.4	2.3
合计	20.6	91.3	18.6	100

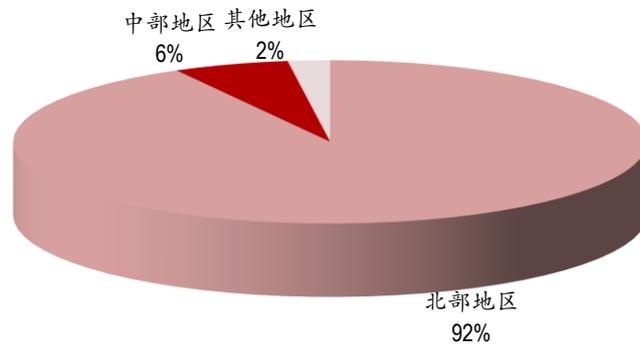
资料来源：公司年报，中银证券

图表 25. 北部地区经销商数量占比最高

地区	2019 年		2020 年	
	经销商数量 (个)	占比 (%)	经销商数量 (个)	占比 (%)
北部地区	431	79	422	80
中部地区	70	13	71	13
其他地区	45	8	33	6
合计	546	100	526	100

资料来源：公司年报，中银证券

图表 26. 2020 年公司各区域收入占比



资料来源：公司年报，中银证券

历史遗留问题叠加地区口味差异，公司在南方市场发展受阻。

- **商标诉讼案结局未定，阻碍公司向南发展。**早年间，承德露露为开拓南方市场，与香港飞达企业成立了汕头露露，但承德露露上市后汕头露露因亏损严重被剥离出上市公司体系。汕头露露依据签订的《备忘录》和《补充备忘录》内容，仍可继续使用露露的注册商标和专利技术，其在南方地区市场份额逐步扩大，覆盖范围为广东、附件、广西、海南、江西、云南、贵州和湖南等八省份。承德露露认为公司原董事长王宝林以及原总经理王秋敏与霖霖集团公司、汕头露露私下签订的《备忘录》《补充备忘录》未履行任何法定程序，损害了公司及全体股东的利益，故于 2015 年以侵犯商标权为由，状告汕头露露，两方展开了多年的拉锯战。目前案件胜负未定，承德露露表示会持续推进公司与汕头高新区露露南方有限公司关于商标等系列案件的诉讼进展，争取早日解决商标等被侵权问题。
- **产品口味与南方地区口味差异大。**公司经典产品露露杏仁露主要以山杏仁为原料，拥有杏仁特殊的淡苦味，南方消费者由于饮食习惯的原因，对这种味道接受度不高，这也是导致露露在南方销量较低的原因之一。

图表 27. 南北露露之争结局未定

时间	事件
1996 年	为开拓南方市场，露露集团创始人王宝林与香港飞达企业合资成立汕头市高新区露露南方有限公司，露露集团持 51% 股份。
1997 年	承德露露上市，汕头露露作为优质资产转交在承德露露名下。
2001 年	因汕头露露发生巨额亏损，为不影响承德露露业绩，汕头露露被剥离出上市公司体系。
2001 年	露露集团、承德露露、汕头露露与香港飞达公司四方先后签订《备忘录》《补充备忘录》，就汕头露露对“露露”相关的商标、专利和字号的使用、产品和销售市场划分以及使用费等问题进行详细约定。
2006 年	承德露露完成对原有大股东露露集团所持股的定向回购并注销，万向集团以 42.55% 的持股比例成为承德露露控股股东。
2015 年	承德露露将汕头露露告上法庭，拒绝承认《备忘录》及《补充备忘录》内容的合法性，请求法院判决两份协议无效并立即终止履行。
2018 年	汕头露露也在 2018 年起诉承德露露，请求法院判令承德露露继续履行《备忘录》与《补充备忘录》中的商标使用许可义务。
2020 年	万向三农诉霖霖集团、露露南方公司关联交易损害责任纠纷案在汕头市中级人民法院开庭。诉求核心，即要求认定《备忘录》与《补充备忘录》系无效关联交易合同，并要求霖霖集团、露露南方公司、香港飞达企业公司赔偿承德露露因关联交易遭受的经济损失 1.3 亿余元。
2020 年	2020 年广东高院做出裁定，将承德露露申请再审的“商标许可合同”案裁定中止诉讼。

资料来源：公司公告，时代周报，中银证券

公司从产品和渠道入手，力争打开南方市场。商标纠纷结局未定，但经营仍将继续。公司将人均消费水平较高的南方市场作为重点发展方向，从产品和渠道方面进行突破。

- 产品方面，公司新推出的果仁核桃露产品融合了 3 种不同的坚果仁，口味更加柔和，适应度更高。此外，公司加大研发投入和新品开发力度，将持续推出适合不同市场和人群的新品。
- 渠道方面，公司将从线上线下全域展开营销，线上渠道推进京东、拼多多等电商平台的发展，线下渠道计划在 2022 年完成招商及招收当地业务员的全部工作，至 2023 年形成一套完整的营销队伍体系，并在当地建立系统的销售网络。

我们认为，对于公司来说南方市场空白区域大，机会较多。公司从产品和渠道方面有针对性的进行布局，有望逐步打开南方市场，实现突破。

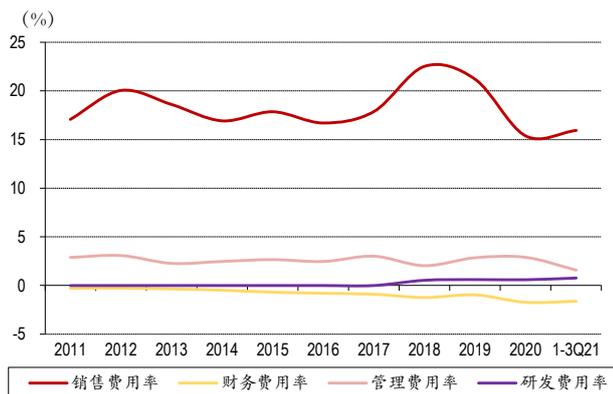
盈利能力持续提升，毛利率领先同业

费用率整体保持稳定，盈利能力持续提升

公司期间费用率在 21% 上下波动。2010-3Q21 公司期间费用率表现较为稳定，在 17%-24% 之间波动。2020 年公司期间费用率下降到 17%，一方面因为疫情期间广告促销费用减少，另一方面则系实行新会计准则，将产品运输费计入营业成本所致。

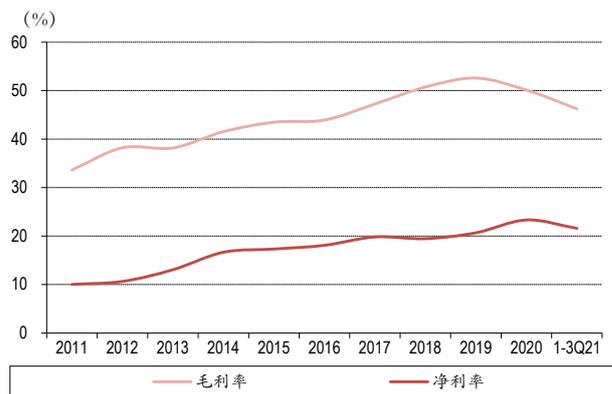
盈利能力逐年提升，会计准则变动影响毛利率。公司利润率呈现逐年提升趋势，2020 年毛利率为 50.1%，同比下降 2.5pct，主要原因是新会计准则下产品运输费用计入营业成本。若剔除会计准则变动口径，公司毛销差保持扩大趋势。净利率同样展现出提升趋势，2020 年公司净利率为 23.3%，同比提升 2.6%，相较 2013 年提升 13.5pct。

图表 28. 2021-3Q21 费用率变化情况



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 2021-3Q21 利润率变化情况

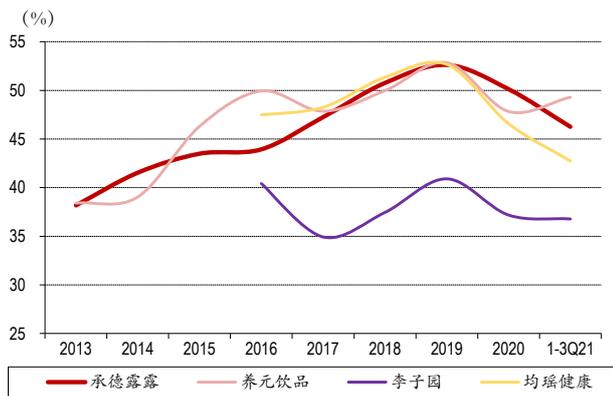


资料来源：万得，中银证券

可比公司对比：承德露露毛利率领先，净利率仍有提升空间

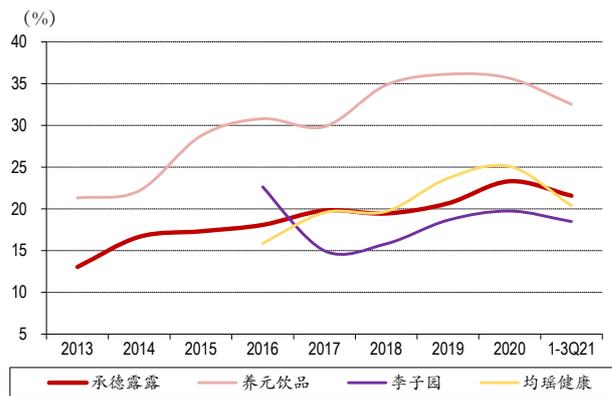
我们选取了 4 家饮料行业公司作比较，1-3Q21 承德露露毛利率为 46.3%，在行业中位居前列；净利率高于李子园和均瑶健康，但与养元饮品有较大差距。总体来看，承德露露毛利率行业领先，净利率仍有提升空间。我们认为，公司有望通过提升产品结构、优化费用投放、提升管理效率等方式实现利润率的提升。

图表 30. 2013-3Q21 承德露露与可比公司毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 2013-3Q21 承德露露与可比公司净利率对比



资料来源：万得，中银证券

盈利预测与投资评级

关键假设

基于前文的分析，我们对公司未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入保持稳健增长，预计核桃乳营收占比提升，杏仁露在新品的带动下销售收入增长迅速。随着市场开拓与新品研发的进程加快，我们预计 2021 年和 2022 年营业收入增长率为 31%、21%。
- 2、公司原材料成本增加，但成本的增加可以通过销售额的增加来抵消，从而公司各产品毛利率较为稳定。
- 3、费用方面会保持稳定增长。其中由于公司未来将加大营销宣传力度，预计 2021-2023 年广告投入会有所增加；而随着公司越来越重视新品的研发工作，未来三年研发费用会有所上升，工资薪酬也会随着员工人数增加和整体薪酬上涨略有增加。

图表 32. 承德露露收入预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万）	22.6	18.6	24.4	29.6	35.7
yoy (%)	6	(18)	31	21	21
毛利率 (%)	52.6	50.1	47.8	49.6	50.1

资料来源：万得，中银证券

估值与评级

我们选取 4 家 A 股饮料行业公司作比较，承德露露 2021、2022 年 PE 均低于行业中位值。

图表 33. 可比公司估值表（亿、倍）

	证券简称	总市值	营业收入(2020)	净利润(2020)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(2023E)
000848.SZ	承德露露	112	18.4	4.3	20.6	16.5	13.3
	中位值	-	-	-	26.5	20.7	16.8
603156.SH	养元饮品	390	44.3	15.8	16.6	14.7	13.5
605388.SH	均瑶健康	75	8.5	2.1	33.3	27.7	22.9
605337.SH	李子园	91	10.8	2.1	32.3	24.8	20.1

资料来源：万得，中银证券 注：总市值均按 2021/11/23 收盘价格，净利润为万得一致预期

公司是中国植物蛋白饮料行业的开创者以及杏仁露细分品类的领军企业，拥有良好的口碑和较强品牌力。近年来公司进行多项积极改革，我们看好公司业绩走向上升轨道，预测公司 21-23 年每股收益为 0.51、0.63、0.78 元，同比+25.9%、25.0%、24.0%。我们认为目前公司估值处在合理区间，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

新品开发不及预期。公司开发杏仁露之外的产品，消费者的接受程度有待市场检验。

市场拓展不及预期。南方市场对杏仁露等产品接受度较低，市场拓展有不及预期的风险。

疫情影响超预期。局部地区疫情仍在出现，对餐饮、礼赠等消费场景造成影响。

商标官司的不确定性。与南方露露的纠纷结局未定，未来可能造成不利影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,255	1,861	2,439	2,957	3,570
销售成本	1,069	928	1,273	1,489	1,783
经营费用	(23)	(189)	(227)	(301)	(394)
息税折旧前利润	634	579	714	902	1,108
折旧及摊销	30	18	18	18	18
经营利润(息税前利润)	605	561	696	884	1,090
净利息收入/(费用)	22	32	0	0	0
其他收益/(损失)	(10)	(5)	(3)	(1)	1
税前利润	618	585	729	912	1,134
所得税	152	151	183	230	288
少数股东权益	1	1	2	2	3
净利润	465	432	544	680	843
核心净利润	465	432	544	680	843
每股收益(人民币)	0.432	0.402	0.505	0.632	0.783
核心每股收益(人民币)	0.432	0.402	0.505	0.632	0.783
每股股息(人民币)	0.364	0.182	0.229	0.286	0.355
收入增长(%)	6	(18)	31	21	21
息税前利润增长(%)	16	(7)	24	27	23
息税折旧前利润增长(%)	15	(9)	23	26	23
每股收益增长(%)	13	(7)	26	25	24
核心每股收益增长(%)	13	(7)	26	25	24

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	618	585	729	912	1,134
折旧与摊销	30	18	18	18	18
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	171	(574)	940	(675)	910
税金	(151)	(143)	(183)	(230)	(288)
其他经营现金流	11	19	(0)	(0)	0
经营活动产生的现金流	675	379	1,503	25	1,773
购买固定资产净值	(9)	(15)	(15)	(16)	(17)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(1)	(1)	(2)
投资活动产生的现金流	(9)	(15)	(17)	(17)	(18)
净增权益	4	3	51	55	59
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(390)	(196)	(196)	(246)	(308)
其他融资现金流	(4)	(33)	2	3	4
融资活动产生的现金流	(390)	(226)	(142)	(188)	(244)
现金变动	276	138	1,344	(181)	1,510
期初现金	1,927	2,204	2,342	3,686	3,505
公司自由现金流	642	324	1,465	(10)	1,728
权益自由现金流	658	348	1,493	16	1,766

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,204	2,342	3,686	3,505	5,016
应收帐款	0	1	(0)	1	0
库存	313	193	495	321	651
其他流动资产	14	12	22	18	30
流动资产总计	2,531	2,547	4,204	3,845	5,696
固定资产	259	237	217	220	222
无形资产	297	296	314	310	307
其他长期资产	19	12	14	15	17
长期资产总计	575	546	544	544	545
总资产	3,106	3,093	4,748	4,389	6,241
应付帐款	1,023	329	1,581	728	1,979
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	474	474	474	474
流动负债总计	1,023	802	2,054	1,201	2,452
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	51	52	55	58	61
股本	979	1,076	1,076	1,076	1,076
储备	1,017	1,125	1,524	2,013	2,609
股东权益	1,996	2,201	2,600	3,089	3,685
少数股东权益	35	37	38	40	43
总负债及权益	3,106	3,093	4,748	4,389	6,241
每股帐面价值(人民币)	1.85	2.05	2.42	2.87	3.42
每股有形资产(人民币)	2.58	2.58	4.14	3.80	5.51
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.1	31.1	29.3	30.5	31.0
息税前利润率(%)	26.8	30.1	28.5	29.9	30.5
税前利润率(%)	27.4	31.4	29.9	30.9	31.8
净利率(%)	20.6	23.2	22.3	23.0	23.6
流动性					
流动比率(倍)	2.5	3.2	2.0	3.2	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.2	2.9	1.8	2.9	2.1
估值					
市盈率(倍)	24.1	26.0	20.6	16.5	13.3
核心业务市盈率(倍)	24.1	26.0	20.6	16.5	13.3
市净率(倍)	5.6	5.1	4.3	3.6	3.0
价格/现金流(倍)	16.6	29.6	7.5	451.1	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	19.4	15.7	12.4	10.1
周转率					
存货周转天数	50.7	49.7	51.5	50.4	49.7
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	165.6	132.6	142.8	142.5	138.3
回报率					
股息支付率(%)	84.2	45.3	45.3	45.3	45.3
净资产收益率(%)	23.7	20.6	22.7	23.9	24.9
资产收益率(%)	17.3	15.4	15.1	16.5	17.4
已运用资本收益率(%)	31.4	27.8	28.6	30.7	31.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371